

2020年04月16日

南极电商 (002127.SZ)

动态分析

全年公司本部净利增长 45%，高性价比有望继续推动 GMV 提升

事件

公司披露年报，2019 年实现营收 39.07 亿元/+16.52%，归母净利 12.06 亿元/+36.06%，每股收益 0.49 元，拟每 10 股派息 1.24 元（含税）。

投资要点

◆ **业绩符合预期，全年公司本部净利增长 45%：** 营收端，全年营收增长近 17%，一是公司本部 GMV 高增长推动营收增长 35%，二是时间互联保稳定控风险，营收增长 8%。Q4 公司营收下降，主要是源于营收占比较大的时间互联收缩占款较高的业务，Q4 营收下滑 32%。

净利端，全年公司本部归母净利占比约 91%，公司利润主要取决于本部业务，GMV 带动本部利润实现近 45%的高增长。时间互联保稳定控风险，全年利润下行，未达当年业绩承诺，未引起商誉减值，一是应收账款计提影响业绩，为偶发性且账龄在半年内，二是累计四年的利润已达业绩承诺指标。

◆ **用户基数夯实增长基础，高性价比持续推动 GMV 增长：** 公司品牌于电商平台 GMV 合计 305 亿元/+49%。

分平台看，阿里平台继续为公司本部业务的主要渠道，2019 年 GMV 已突破 200 亿元，各平台 GMV 持续快速增长。

分品牌看，南极人品牌为公司核心品牌，凭借庞大的用户基数，2019 年阿里平台南极人品牌支付人次超 2.88 亿人次，实现近 53%的 GMV 增长。

分品类看，先发优势带来用户基数、高性价比构筑产品竞争力，南极人核心品类在市占率提升及细分品类扩张的推动下继续实现高增长。

货币化率方面，下半年货币化率回升，主要源于南极电商成熟的保暖内衣等品类到达消费旺季，成熟品类货币化率较高。

◆ **业务结构变化推升利润率，应收及现金流整体改善：** 盈利能力方面，2019 年公司利润率有所提升，主要源于高利润率的本部占比提升。拆分来看，公司本部 2019 年利润增长高于营收增长，净利率进一步提升至 78.6%，时间互联保稳定控风险，规避高风险业务降低净利率至 4.3%。

应收账款方面，2019 年公司本部压缩保理业务，时间互联保稳定控风险，应收账款周转有所改善。其中公司本部（不含保理）应收账款增长 38%；保理业务应收账款减少 85%；时间互联应收账款增加 34%，主要是有一笔应收账款逾期，剔除该笔逾期，应收账款增速低于收入增速。

现金流方面，全年公司经营活动现金流量净额大幅提升，一方面是公司本部经营活动现金流继续向好，另一方面是时间互联预付账款同比下降 59%，剔除应收逾期后

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

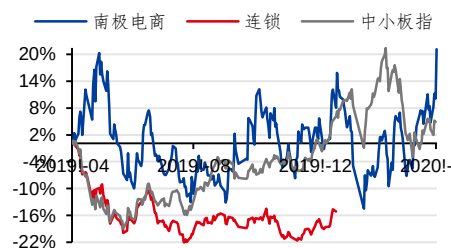
股价(2020-04-16)

13.07 元

交易数据

总市值(百万元)	32,085.16
流通市值(百万元)	24,783.70
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,896.23
12 个月价格区间	9.12/13.18 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	34.03	19.5	14.82
绝对收益	30.57	15.05	21.92

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

南极电商：公司本部维持利润高增速，激励计划剑指高增长 2019-10-18

南极电商：公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升夯实规模壁垒 2019-08-22

南极电商：核心品类 GMV 高增长，关注电商渠道继续下沉 2019-04-26

南极电商：前三季度 GMV、业绩仍保持较快增长，货币化率同比有所降低 2018-10-22

南极电商：多品牌多类目发展卓有成效，并购时间互联或已现协同效应 2018-08-24

应收增速低于收入增速，占款情况改善推动时间互联经营活动现金流由负转正。

◆ **投资建议：** 南极电商依托电商渠道，建立高性价比商业模式，用户积累构筑规模优势。疫情影响消费情绪及物流，2月公司GMV已由负转正，预计疫情对全年影响不大，基本可保持原有预期。20~21年公司股票期权激励考核目标均为净利润增长28%，预计GMV增长继续推动南极电商本部业绩增长，时间互联或将在保稳定控风险战略下保持稳定发展，且不触发资产减值。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.63、0.81和1.01元。净资产收益率分别为19.0%、20.8%和22.1%。目前公司PE(2020E)约为21倍，若拆分给予公司本部30倍，时间互联5~10倍，目前估值较低，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：** 品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；行业存在去库存压力；部分股东存在减持计划。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,541	5,233	6,020
YoY(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
净利润(百万元)	886	1,206	1,546	1,977	2,490
YoY(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01
ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
P/E(倍)	36.2	26.6	20.8	16.2	12.9
P/B(倍)	8.6	6.6	3.9	3.4	2.9
净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，全年公司本部净利增长 45%.....	4
二、用户基数夯实增长基础，高性价比持续推动 GMV 增长.....	5
（一）阿里平台 GMV 突破 200 亿元，各平台 GMV 持续较快增长.....	5
（二）南极人为公司核心品牌，用户基数夯实高增长基础.....	5
（三）用户规模及高性价比有望继续推动品类 GMV 提升.....	6
（四）四季度成熟品类带动货币化率回升，全年货币化率有所降低.....	8
三、业务结构变化推升利润率，应收及现金流整体改善.....	8
（一）本部高增长，时间互联保稳定，结构变化推升利润率.....	8
（二）应收账款整体改善，时间互联现金流由负转正.....	9
四、盈利预测及投资建议.....	10
五、风险提示.....	11

图表目录

图 1：南极电商年度营业收入.....	4
图 2：南极电商年度归母净利.....	4
图 3：南极电商季度营业收入.....	4
图 4：南极电商季度归母净利.....	4
图 5：南极电商分板块营业收入.....	5
图 6：南极电商分版块归母净利.....	5
图 7：南极电商分平台 GMV（百万元）.....	5
图 8：南极电商分平台 GMV 增长.....	5
图 9：南极电商分品牌 GMV（百万元）.....	6
图 10：南极电商分品牌 GMV 增长.....	6
图 11：南极电商 2019 年分品类 GMV 占比.....	6
图 12：南极电商 2019 年分品类 GMV 增速.....	6
图 13：阿里平台南极人优势品类 GMV 情况.....	7
图 14：阿里平台南极人优势品类市占率情况.....	7
图 15：南极电商品牌授权服务及经销商服务收入.....	8
图 16：南极电商半年度货币化率.....	8
图 17：南极电商利润率情况.....	9
图 18：南极电商费用率情况.....	9
图 19：南极电商应收账款周转情况.....	9
图 20：南极电商经营活动现金流情况.....	9
表 1：南极人 2019 年主要品类 GMV 排名情况.....	7
表 2：南极电商营业收入及其预测（百万元，%）.....	10

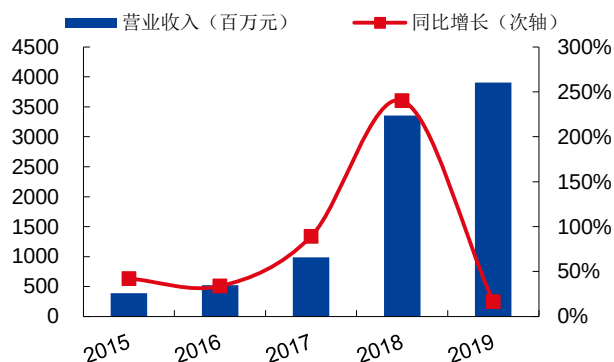
一、业绩符合预期，全年公司本部净利增长 45%

公司披露年报，2019 年实现营收 39.07 亿元/+16.52%，归母净利 12.06 亿元/+36.06%，每股收益 0.49 元，拟每 10 股派息 1.24 元（含税）。

营收端，全年营收增长近 17%，一是公司本部 GMV 高增长推动营收增长 35%，二是时间互联保稳定控风险，营收增长 8%。Q4 公司营收下降，主要是源于营收占比较大的时间互联收缩占款较高的业务，Q4 营收下滑 32%。

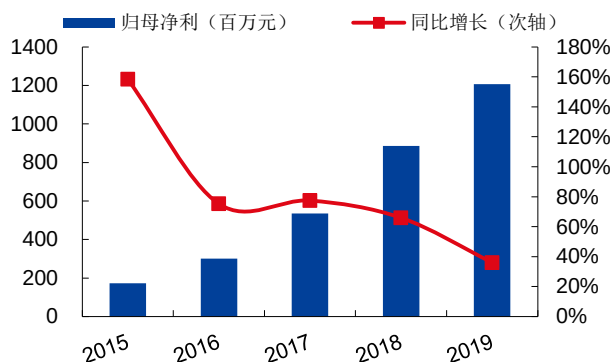
净利端，全年公司本部归母净利占比约 91%，公司利润主要取决于本部业务，GMV 带动本部利润实现近 45% 的高增长。时间互联保稳定控风险，全年利润下行，未达当年业绩承诺，未引起商誉减值，一是应收账款计提影响业绩，为偶发性且账龄在半年内，二是累计四年的利润已达业绩承诺指标。

图 1：南极电商年度营业收入



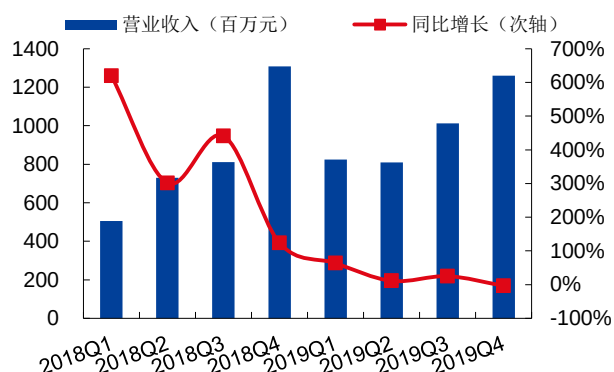
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：南极电商年度归母净利



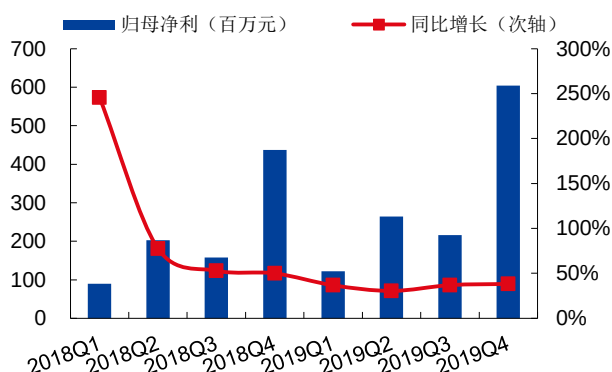
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：南极电商季度营业收入



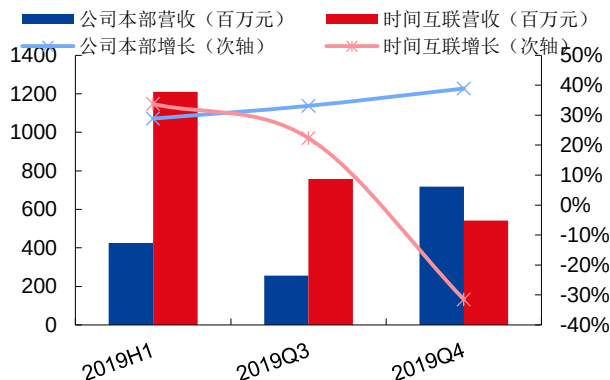
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：南极电商季度归母净利



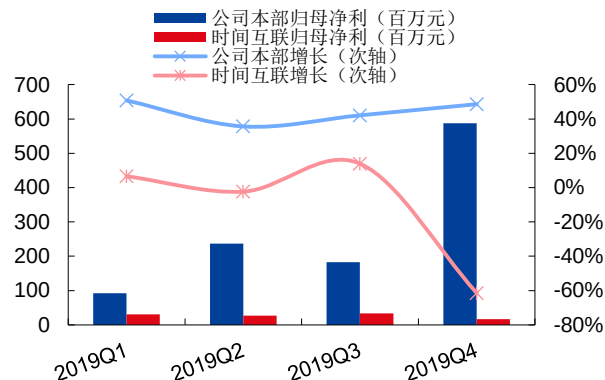
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：南极电商分板块营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：南极电商分板块归母净利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

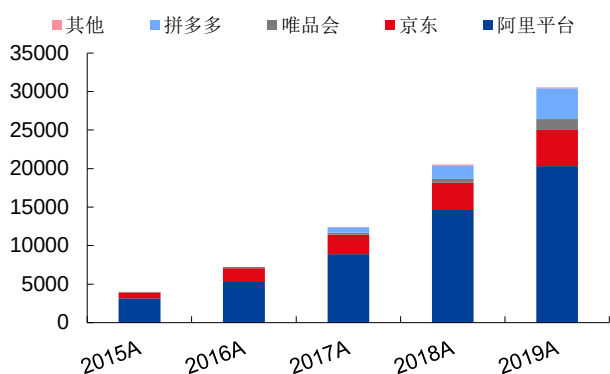
二、用户基数夯实增长基础，高性价比持续推动 GMV 增长

（一）阿里平台 GMV 突破 200 亿元，各平台 GMV 持续较快增长

公司品牌电商平台合计 GMV 已达 305 亿元，同比增长近 49%。

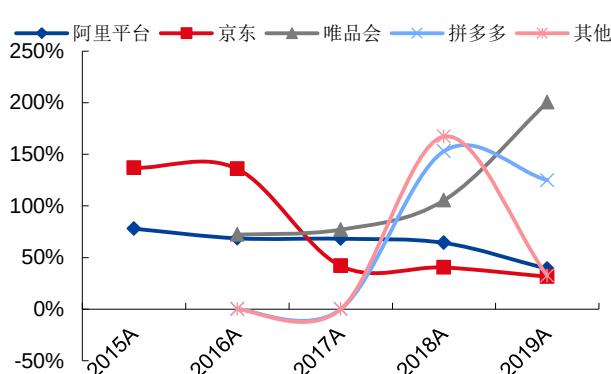
分平台看，2019 年公司于阿里、京东、唯品会、拼多多及其他平台实现 GMV 占比分别约 66%、15%、4.7%、13%、0.5%，阿里平台继续为公司本部业务的主要渠道，2019 年 GMV 已突破 200 亿元。凭借各品牌积累的用户基数以及公司产品的较高性价比，公司于阿里、京东渠道在现有较大规模的基础上，分别实现 39%、32% 的较快增速，唯品会及拼多多均实现一倍以上的增速。各平台 GMV 持续快速增长。

图 7：南极电商分平台 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：南极电商分平台 GMV 增长



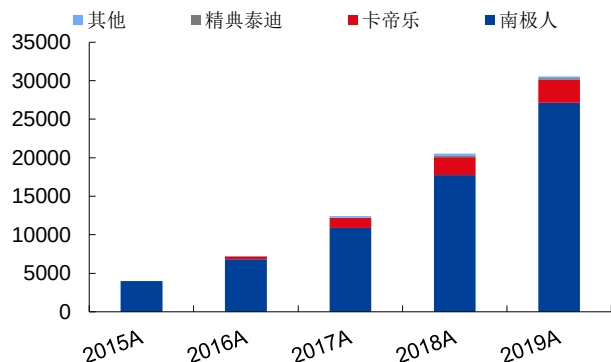
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）南极人为公司核心品牌，用户基数夯实高增长基础

分品牌看，南极人品牌为公司核心品牌，2019 年占 GMV 比例约为 89%。2019 年，南极人品牌凭借庞大的用户基数，在阿里平台的店铺支付商品件数近 3.35 亿件，支付人次超 2.88 亿人次。

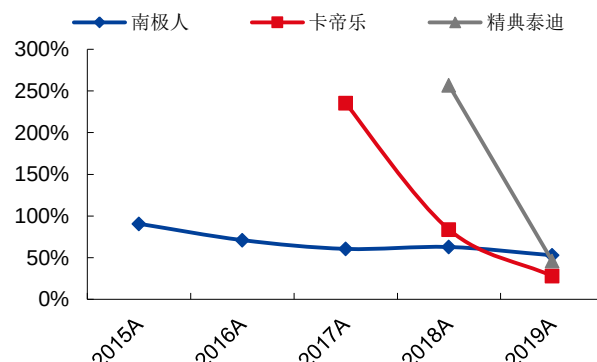
公司较早大规模转型电商，取得电商渠道先发优势，庞大的用户基数夯实高增长基础，品类扩张继续推动南极人品牌 2019 年实现近 53% 的 GMV 增长。另有卡帝乐、精典泰迪品牌占 GMV 约 10%、1%，2019 年 GMV 分别增长 28%、46%。

图 9：南极电商分品牌 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：南极电商分品牌 GMV 增长

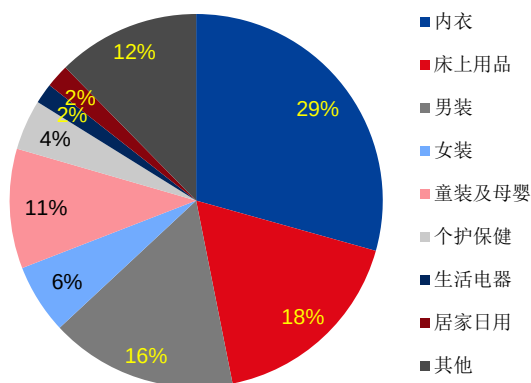


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）用户规模及高性价比有望继续推动品类 GMV 提升

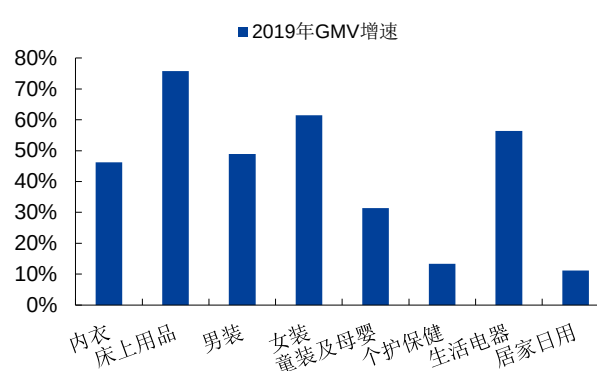
分品类看，公司核心品牌南极人以内衣家居服起步，逐步拓展男装女装，并在偏向标品的床上用品方面取得较好表现。2019 年，公司内衣、床上用品、男装、童装及母婴 GMV 分别占比约 29%、18%、16%、11%。其中核心的内衣、床上用品品类 2019 年分别取得 46%、76% 的 GMV 增长，核心品类在市占率提升及细分品类扩张的推动下继续实现高增长。

图 11：南极电商 2019 年分品类 GMV 占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：南极电商 2019 年分品类 GMV 增速

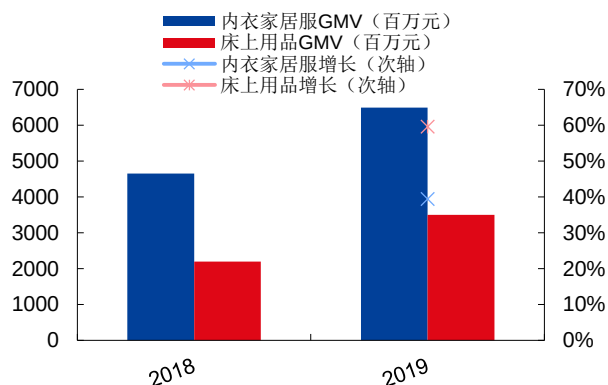


资料来源：公司公告，华金证券研究所

其中，公司核心品牌南极人内衣家居服、床上用品 GMV 分别增长 39%、60%，核心品牌核心品类持续较快增长。南极人在较高规模的基础上仍在核心品类维持较快增长，一是源于公司先发优势带来的用户基数，年支付人次 2.88 亿为公司带来的较大的流量及营销优势；二是公司“低频不低价，中频性价比，高频极致性价比”策略起效，在保障供应商盈利能力的基础上压低加价倍率，高性价比构筑产品竞争力。截止 2019 年，南极人在阿里、京东等多个类目中 GMV 排名第一，展示其强大的产品竞争力。而就优势品类看，南极人于阿里平台的内衣家居服、床上用品市

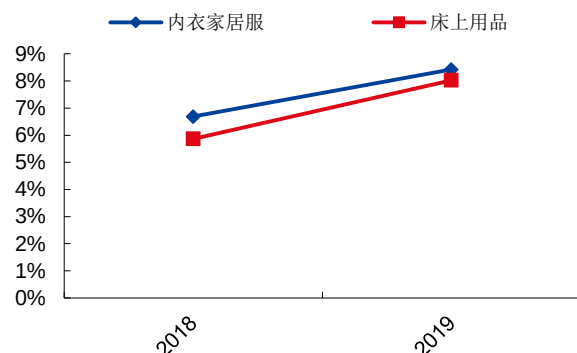
场的市占率分别约 8.4%、8.0%，仍有进一步提升空间。在高性价比及用户基数的基础上，在细分品类拓展的策略下，南极人有望继续保持较快 GMV 增速。

图 13：阿里平台南极人优势品类 GMV 情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：阿里平台南极人优势品类市占率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：南极人 2019 年主要品类 GMV 排名情况

一级类目	二级类目	阿里平台 GMV 排名	京东平台 GMV 排名
内衣/家居服	内裤	1	1
	保暖内衣	1	1
	袜子	1	1
	家居服	1	1
	文胸	5	2
床上用品	床品套件	1	
	被子	1	
	床垫	1	
	枕头	1	
男装	男士休闲裤	2	2
	牛仔裤	2	2
	衬衫	2	
	棉衣	2	3
	男士 T 恤	3	
	针织衫/毛衣	3	
	卫衣	3	3
	背心/马甲	3	
	羽绒裤	3	
	男式夹克		3
女装		9	
	打底裤	1	
童装及母婴	儿童内衣裤	1	1
	儿童袜子	1	2
	孕妇家居服	1	
	儿童裤子	2	2
	儿童家居服	2	2
	婴儿床品	2	1
	哺乳内衣	2	

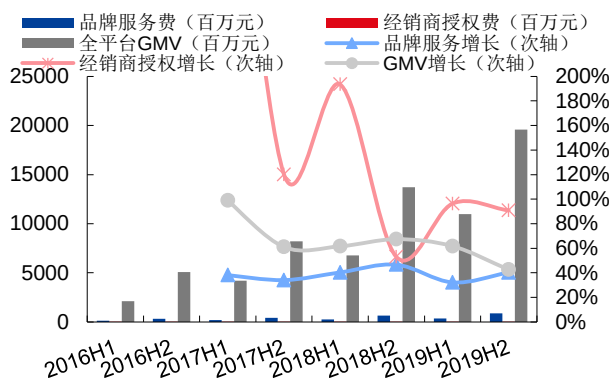
一级类目	二级类目	阿里平台 GMV 排名	京东平台 GMV 排名
	孕妇裤	2	
	儿童背心	3	
	儿童卫衣	4	1
	儿童 T 恤	5	
	儿童羽绒服		2
生活电器	电热毯	1	
	干鞋器	1	
	毛球修剪器	2	
居家日用	热水袋	1	
	保暖用品	2	
	防护用品	3	
	鞋用品	3	
个护保健		6	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）四季度成熟品类带动货币化率回升，全年货币化率有所降低

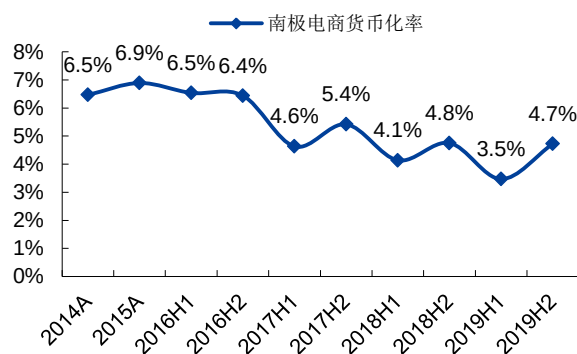
货币化率方面，南极电商下半年品牌服务费及经销商授权费分别增长 40%、91%，货币化率回升至 4.7%，全年货币化率近 4.3%，同比有所降低。下半年货币化率回升，特别是四季度货币化率回升至 5.0%，主要源于南极电商成熟的保暖内衣等品类到达消费旺季，成熟品类货币化率较高。

图 15：南极电商品牌授权服务及经销商服务收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：南极电商半年度货币化率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

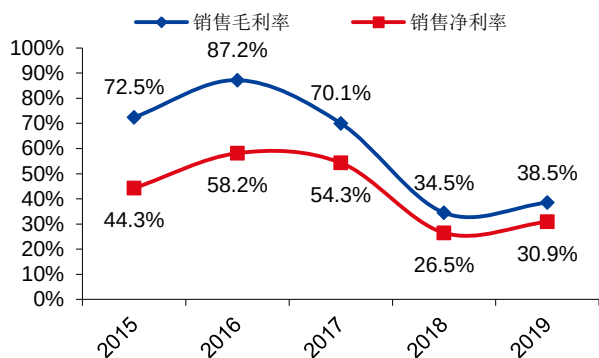
注：公司货币化率口径为品牌综合服务费及经销商授权费占 GMV。

三、业务结构变化推升利润率，应收及现金流整体改善

（一）本部高增长，时间互联保稳定，结构变化推升利润率

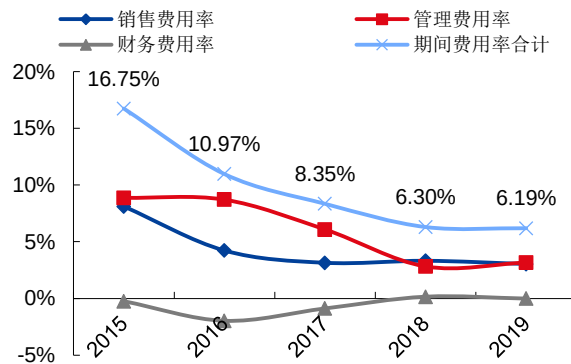
盈利能力方面，公司业务由两部分组成，一是高利润率的公司本部，二是低利润率的时间互联，2017 年 11 月至 2018 年，时间互联并表大幅影响利润率费用率。2019 年公司利润率有所提升，主要源于公司本部营收持续高增长，时间互联营收个位数增长，高利润率的本部占比提升推升利润率。拆分来看，公司本部 2019 年利润增长高于营收增长，净利率进一步提升至 78.6%，时间互联保稳定控风险，规避高风险业务降低净利率至 4.3%。

图 17：南极电商利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：南极电商费用率情况



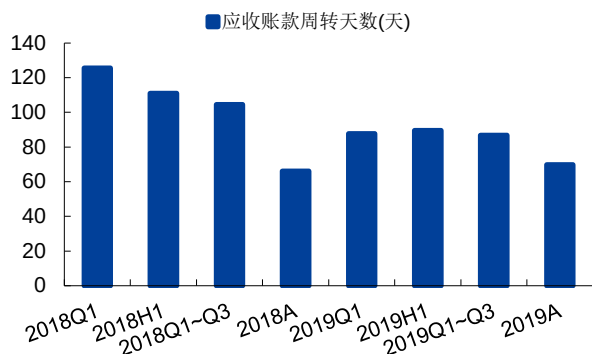
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）应收账款整体改善，时间互联现金流由负转正

应收账款方面，2019 年公司本部压缩保理业务，时间互联保稳定控风险，应收账款周转有所改善。其中公司本部（不含保理）应收账款增长 38%，与业务增长一致；保理业务应收账款减少 85%，压缩保理见效；时间互联应收账款增加 34%，主要是有一笔应收账款逾期，若剔除该笔逾期，应收账款增速低于收入增速。

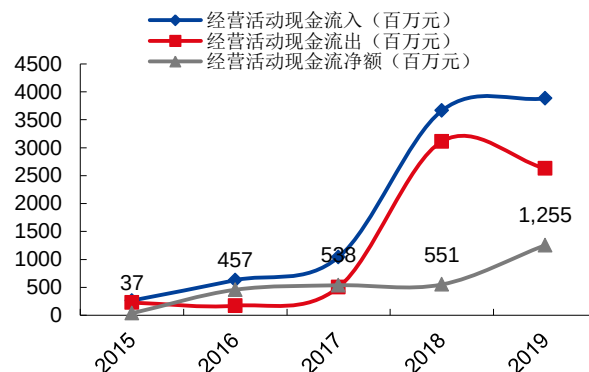
现金流方面，全年公司经营活动现金流量净额大幅提升，一方面是公司本部经营活动现金流继续向好，增长 86%至 10.8 亿元，另一方面是时间互联经营活动现金流近 1.8 亿元，在保稳定控风险下，时间互联预付账款同比下降 59%，剔除应收逾期后应收增速低于收入增速，占款情况改善推动时间互联经营活动现金流由负转正。

图 19：南极电商应收账款周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：南极电商经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

南极电商依托电商渠道，建立高性价比商业模式，用户积累构筑规模优势。疫情影响消费情绪及物流，2月公司GMV已由负转正，预计疫情对全年影响不大，基本可保持原有预期。20~21年公司股票期权激励考核目标均为净利润增长28%，预计GMV增长继续推动南极电商本部业绩增长，时间互联或将在保稳定控风险战略下保持稳定发展，且不触发资产减值。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.63、0.81和1.01元。净资产收益率分别为19.0%、20.8%和22.1%。目前公司PE（2020E）约为21倍，若拆分给予公司本部30倍，时间互联5~10倍，目前估值较低，维持“买入-B”建议。

表2：南极电商营业收入及其预测（百万元，%）

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
品牌综合服务业务	营业收入	621.77	899.93	1240.91	1650.41	2145.54	2746.29
	增长率	35.28%	44.74%	37.89%	33.00%	30.00%	28.00%
	毛利率	94.85%	94.11%	94.00%	94.00%	94.10%	94.20%
货品销售	营业收入	31.50	1.69	2.82	4.22	5.70	7.13
	增长率	62.99%	-94.63%	66.58%	50.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	3.77%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
园区平台服务费业务	营业收入	7.52	3.05	0.00			
	增长率	-53.72%	-59.48%	-100.00%			
	毛利率	86.10%	100.00%	0.00%			
经销商授权使用业务	营业收入	17.42	33.86	65.45	114.53	166.07	224.20
	增长率	168.21%	94.40%	93.31%	75.00%	45.00%	35.00%
	毛利率	91.22%	91.00%	91.00%	91.00%	91.00%	91.00%
保理业务	营业收入	25.39	44.73	35.91	28.73	22.98	18.39
	增长率	97.23%	76.17%	-19.72%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
	毛利率	98.98%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
其他服务收入	营业收入	12.21	6.36	7.02	7.66	8.27	8.85
	增长率	122.93%	-47.93%	10.45%	9.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	48.51%	57.00%	56.00%	55.00%	54.00%	53.00%
移动互联网媒体投放平台业务	营业收入		2200.79	2431.17	2625.66	2783.20	2922.36
	增长率			10.47%	8.00%	6.00%	5.00%
	毛利率		6.89%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
移动互联网流量整合业务	营业收入		115.22	76.96	65.42	58.88	52.99
	增长率			-33.20%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率		36.70%	34.40%	34.40%	34.50%	34.50%
自媒体流量变现业务	营业收入	30.61	47.23	46.60	44.27	42.06	39.95
	增长率	3150.45%	54.29%	-1.34%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	44.04%	70.00%	66.00%	65.00%	63.00%	62.00%
合计	营业收入	985.79	3352.86	3906.85	4540.91	5232.70	6020.15
	增长率	89.22%	240.12%	16.52%	16.23%	15.23%	15.05%
	毛利率	70.05%	34.47%	38.53%	42.65%	46.88%	51.10%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；行业存在去库存压力；部分股东存在减持计划。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3058	4011	7606	8832	10980	营业收入	3353	3907	4541	5233	6020
现金	1,190	1,281	4,563	6,137	8,025	营业成本	2197	2403	2604	2780	2944
应收票据及应收账款	825	951	972	925	918	营业税金及附加	10	10	12	14	16
预付账款	553	229	523	218	485	营业费用	111	119	154	194	235
存货	3	5	4	6	2	管理费用	57	80	109	131	157
其他流动资产	487	50	53	55	58	研发费用	38	43	95	115	138
非流动资产	1,492	1,474	1,397	1,395	1,393	财务费用	5	-0	-27	-53	-71
长期投资	14	0	0	0	0	资产减值损失	21	-1	0	0	0
固定资产	3	7	-67	-67	-67	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	563	560	558	555	553	投资净收益	23	35	37	39	41
其他非流动资产	22	10	11	11	12	营业利润	937	1248	1630	2092	2642
资产总计	4549	5485	9004	10227	12373	营业外收入	26	31	32	34	35
流动负债	784	626	874	714	1117	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	70	100	0	0	0	利润总额	963	1278	1662	2126	2678
应付票据及应付账款	52	69	67	87	93	所得税	76	72	116	149	187
其他流动负债	125	137	144	151	158	税后利润	887	1206	1546	1977	2490
非流动负债	1	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	886	1206	1546	1977	2490
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	946	1334	1686	2049	2583
负债合计	785	626	874	714	1117	主要财务比率					
少数股东权益	26	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	417	417	2455	2455	2455	成长能力					
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	营业收入(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
留存收益	1908	3114	4196	5580	7323	营业利润(%)	56.0	33.2	30.6	28.4	26.3
归属母公司股东权益	3739	4859	8130	9514	11257	归属于母公司净利润(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
负债和股东权益	4549	5485	9004	10227	12373	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4
经营活动现金流	551	1255	1595	2082	2533	ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
净利润	887	1206	1546	1977	2490	ROIC(%)	49.2	44.9	68.8	92.0	127.9
折旧摊销	5	46	83	10	11	偿债能力					
财务费用	5	-0	-27	-53	-71	资产负债率(%)	17.3	11.4	9.7	7.0	9.0
投资损失	-23	-35	-37	-39	-41	流动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
营运资金变动	-709	497	30	188	144	速动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
其他经营现金流	386	-459	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-464	-1596	33	31	31	总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-358	-61	1654	-540	-676	应收账款周转率	5.0	4.7	5.1	6.0	7.2
每股指标(元)						应付账款周转率	88.4	64.7	66.8	67.8	66.9
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.51	0.65	0.85	1.03	P/E	36.2	26.6	20.8	16.2	12.9
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.98	3.31	3.88	4.59	P/B	8.6	6.6	3.9	3.4	2.9
						EV/EBITDA	2.1	1.4	15.4	11.9	8.7

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn